

AP시스템(265520) 전방 시장 정채 불구 여전한 장기 모멘텀

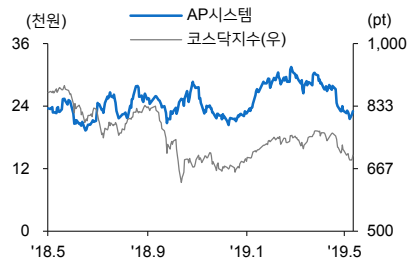
Analyst 김선우 02. 6454-4862
sunwoo.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	33,000원
현재주가 (5.28)	23,000원
상승여력	43.5%
KOSDAQ	702.76pt
시가총액	3,243억원
발행주식수	1,410만주
유동주식비율	75.91%
외국인비중	7.67%
52주 최고/최저가	31,500원/19,350원
평균거래대금	68.6억원
주요주주(%)	
APS홀딩스 외 3 인	23.31

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.5	0.4	1.5
상대주가	-9.8	0.1	27.1

주가그래프



서서히 재개되는 전방시장의 투자 사이클: 1) 폴더블에서 오는 기회

- 갤럭시 폴드 출시 지연으로 모멘텀 수축 구간 진입. 하지만 삼성전자는 올해 말 세로형 폴더블 기기를 공개하며 폴더블 영역 확대를 추구할 전망
- 수량측면에서 아쉬움은 남겠지만, 기술적 완성도 갖춘 뒤 2020년말 S커브 폴더블폰이 본격적 승부수

서서히 재개되는 전방시장의 투자 사이클: 2) QD-OLED 기술 · 원가 검토 단계 이후 의사 결정만 남은 상태

- 삼성전자는 QLED 이후 자발광 QD-OLED에 대한 기술과 원가 계획을 지속 검토 중이며 투자금액에 대한 시뮬레이션은 마무리 단계로 추정. 2Q19말에서 3Q19초에 의사결정이 예상됨
- 다만 아직 다수의 불확실성이 존재 1) 투자 시기, 2) 투자 기술과 방식 외에도 사회/정치 측면의 투자 효율화 과정이 필요

모멘텀 대비 아쉬운 실적 흐름 · 투자의견 Buy와 적정주가 33,000원

- 장비주 특성 상 주가의 수주/실적 선행성은 1년을 능가하기도 하는 점이 일반적. 초기 국면 극심한 주가 변동성을 동반한 이후 고객사의 투자 구체화 단계부터 본격적으로 상승 시작해 옴
- 삼성디스플레이 외 중국 OLED 주문에 기반해 19년과 20년 영업이익은 각각 333억원, 520억원으로 추정

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	962.4	26.2	19.1	1,670		7,825	13.8	2.9	19.2	21.3	423.0
2018	714.1	45.7	25.0	1,792	7.3	7,604	12.8	3.0	8.5	23.6	295.6
2019E	542.3	33.3	27.1	1,979	10.5	9,565	11.6	2.4	15.3	22.8	267.1
2020E	688.8	52.0	41.3	3,016	52.4	12,548	7.6	1.8	10.7	27.3	225.7
2021E	793.5	68.1	53.5	3,913	29.8	16,429	5.9	1.4	8.0	27.0	184.4

AP시스템 - 분기실적 추정

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 12
반도체/디스플레이_역풍 속 경쟁

AP시스템 실적 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	147.3	185.2	219.4	162.2	87.0	135.0	121.8	198.5	962.4	714.1	542.3	688.8
LCD	1.5	2.7	2.6	2.7	1.5	2.6	2.6	2.7	20.2	9.5	9.5	10.4
반도체	5.2	7.6	7.9	8.2	5.2	7.6	7.9	8.2	61.2	28.9	28.8	30.9
디스플레이	119.0	158.9	197.4	146.0	119.0	113.4	109.6	178.7	1,623.8	621.3	520.6	603.6
기타	21.6	16.0	11.4	5.4	-38.7	11.4	1.6	9.0	219.1	54.4	-16.7	43.9
영업이익	10.6	9.2	19.2	6.8	2.9	8.8	6.7	14.9	26.2	45.7	33.3	52.0
영업이익률(%)	7.2%	5.0%	8.8%	4.2%	3.4%	6.5%	5.5%	7.5%	2.7%	6.4%	6.1%	7.5%
세전이익	8.2	4.1	18.3	-2.8	0.9	3.0	8.6	21.9	26.3	27.7	34.5	51.6
세전이익률(%)	5.5%	2.2%	8.3%	-1.8%	1.1%	2.2%	7.1%	11.0%	2.7%	3.9%	6.4%	7.5%
순이익	8.2	3.9	12.8	0.1	0.2	2.4	6.9	17.5	19.1	25.0	27.1	41.3
순이익률(%)	5.6%	2.1%	5.8%	0.1%	0.3%	1.8%	5.6%	8.8%	2.0%	3.5%	5.0%	6.0%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

AP시스템 (265520)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	962.4	714.1	542.3	688.8	793.5
매출액증가율(%)	73.4	-25.8	-24.1	27.0	15.2
매출원가	900.3	615.0	465.2	581.5	661.7
매출총이익	62.1	99.1	77.1	107.3	131.8
판매비와관리비	35.9	53.4	43.8	55.4	63.8
영업이익	26.2	45.7	33.3	52.0	68.1
영업이익률(%)	2.7	6.4	6.1	7.5	8.6
금융손익	-2.1	-7.7	0.2	-0.4	-1.2
충속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.1	-7.7	1.2	-0.4	-1.2
세전계속사업이익	26.3	27.7	34.5	51.6	66.9
법인세비용	7.2	2.7	7.4	10.3	13.4
당기순이익	19.1	25.0	27.1	41.3	53.5
비배주주지분 순이익	19.1	25.0	27.1	41.3	53.5

Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	324.5	282.3	349.0	435.3	525.6
현금및현금성자산	62.7	33.0	43.8	62.9	108.6
매출채권	166.4	25.2	30.8	37.6	42.1
재고자산	52.4	141.8	173.6	211.8	237.2
비유동자산	143.6	138.3	131.2	123.8	113.5
유형자산	109.6	107.9	104.9	102.9	100.9
무형자산	23.9	15.4	8.3	-0.7	-11.3
투자자산	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0
자산총계	468.0	420.6	480.3	559.1	639.1
유동부채	342.5	290.8	329.3	367.3	394.2
매입채무	124.2	106.2	130.0	158.6	177.6
단기차입금	121.3	138.7	132.0	122.0	112.0
유동성장기부채	5.2	7.4	9.1	11.1	12.4
비유동부채	36.0	23.5	20.1	20.1	20.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	22.3	14.8	11.9	11.9	11.9
부채총계	378.5	314.3	349.4	387.4	414.4
자본금	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
자본잉여금	62.6	63.0	63.0	63.0	63.0
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	19.3	38.2	62.7	103.5	156.6
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	89.5	106.3	130.8	171.7	224.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	55.7	-49.7	19.2	30.0	57.2
당기순이익(손실)	19.1	25.0	27.1	41.3	53.5
유형자산감가상각비	5.9	7.0	12.0	12.0	12.0
무형자산상각비	2.3	5.3	7.9	9.9	11.5
운전자본의 증감	9.5	-115.1	-31.0	-37.3	-24.8
투자활동 현금흐름	-46.7	10.9	1.1	0.1	0.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-8.1	-8.1	-9.0	-10.0	-10.0
투자자산의 감소(증가)	-29.5	25.2	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	45.3	9.2	-12.7	-10.9	-11.6
차입금증감	45.2	12.1	-9.8	-8.0	-8.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	52.9	-29.7	7.7	19.1	45.7
기초현금	9.8	62.7	33.0	40.8	59.9
기말현금	62.7	33.0	40.8	59.9	105.6

Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	69,243	50,644	39,641	50,357	58,012
EPS(지배주주)	1,670	1,792	1,979	3,016	3,913
CFPS	3,808	-2,105	566	1,399	1,399
EBITDAPS	2,471	4,116	3,891	5,397	6,693
BPS	7,825	7,604	9,565	12,548	16,429
DPS	0	150	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.7	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	13.8	12.8	11.6	7.6	5.9
PCR	6.0	-10.9	40.7	16.4	16.4
PSR	0.3	0.5	0.6	0.5	0.4
PBR	2.9	3.0	2.4	1.8	1.4
EBITDA	34.4	58.0	53.2	73.8	91.6
EV/EBITDA	19.2	8.5	15.3	10.7	8.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.3	23.6	22.8	27.3	27.0
EBITDA이익률	49.8	54.2	48.7	64.9	64.7
부채비율	423.0	295.6	267.1	225.7	184.4
금융비용부담률	0.2	0.7	-0.2	-0.2	-0.2
이자보상배율(x)	9.0	8.1	104.6	118.0	67.7
매출채권회전율(x)	5.3	7.5	19.4	20.1	19.9
재고자산회전율(x)	21.7	6.3	2.9	3.0	2.9